lax889889.com 299520.xyz

哔哩哔哩：B 站“出圈”背后的投资逻辑

哔哩哔哩跨年晚会的成功举办瞬间引起了各方各界的高度关注，知名艺人与 B 站 UP 的同台表演让众人高呼 B 站“破圈”了，随后 B 站股价在一周内上涨了超过 20%，市值飙升至 70 亿美元，离 100 亿美元的小目标又进了一步。一场由跨年晚会激起的热浪席卷了资本市场更是实属罕见，那么 B 站估值升高是情绪主导还是有内在逻辑呢?

| 投资要点

➢ 跨年晚会引热议，B 站成功“破圈”

B 站在 2019 年首次试水线下新年晚会，播放量达到了 惊人的 3674 万人次，高粘性的用户群体以及坚持原创内容助力 B 站走出二次元次壁。

➢ 电商、直播等非游戏业务崛起

“直播一姐”冯提莫入驻 B 站、8 亿拍得 LOL 总决赛独家直播权等举措表明 B 站正在发力非游戏业务，由垂直业务线逐渐扩展至平行业务线，推动收入的多元化。

➢ 战略成功的表现：财务数据的高增长

我们预计 Q4 公司营收达到 19.7 亿元，同比增长 70.7%；调整后净亏损扩大至 3.94 亿元。哔哩哔哩四季度业绩表现整体较为积极，主要基于稳定的游戏业务以及通过 UGC 驱动的用户增长。

一周个股分析

哔哩哔哩（BILI）

Vincent Cheung
vincent.c@itiger.com

孟文标
mengwenbiao@itger.com

FY19Q3 财务数据	
最新收盘价	21.55
总市值	70.28 亿
T12M 每股收益	-0.48
T12M 市盈率	-45.13
净资产收益率	-16.86%
毛利率	18.9%
净利润	-4.06
52 周最高	24.47
52 周最低	13.23

过去 52 周价格走势图

往期回顾

➢ 《保利物业：低负债高确定下享受高估值的头部物业公司》202001006

liaohan.net nblax520.com

VISIT…

lax889889.com 299520.xyz

风险提示

- 用户增速放缓与核心用户流失风险
- 游戏版号获取风险
- 付费用户渗透率下滑风险
- 稳定优质内容生产风险
- 互联网行业估值调整风险

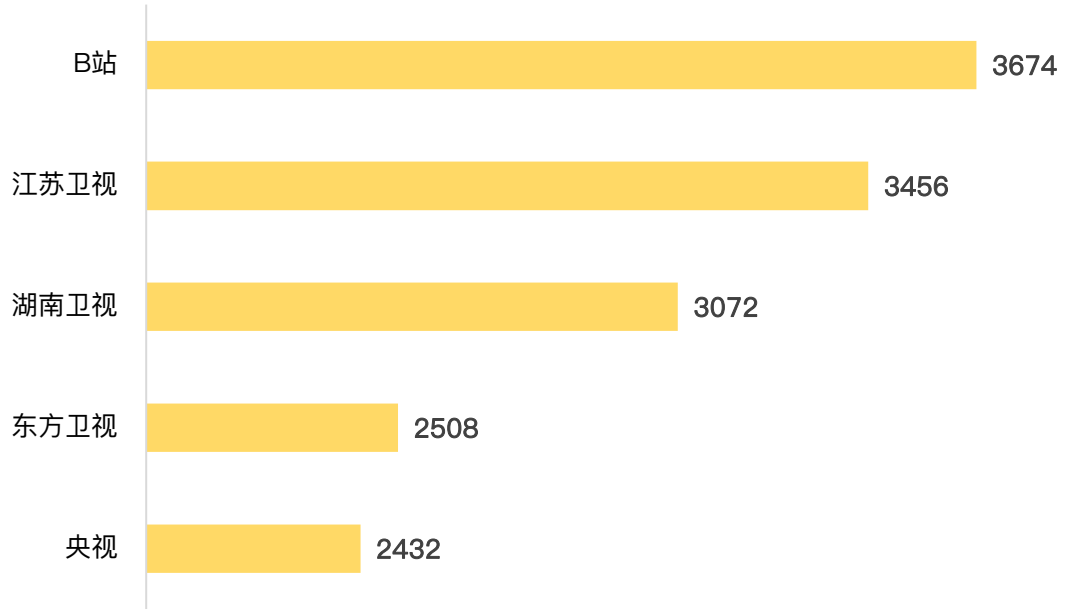
一、坚守原创内容助力 B 站成功“破圈”

B 站在 2019 年首次试水线下新年晚会，邀请知名艺人与 UP 主进行线下晚会表演，成为互联网视频行业第一家举办跨年晚会的平台，当晚其平台播放量达到了 惊人的 3674 万人次，一时间占领了各大舆论头条。要知道，主流卫视平台跨年晚会的观看人次分别为江苏卫视为 3456 万、湖南卫视为 3072 万、东方卫视为 2508 万、央视为 2432 万，从这项数据看，B 站成功跻身前列。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 1：各平台跨年晚会观看人次（万人）



数据来源：公开市场整理，老虎证券

我们先来看这份 B 站晚会节目单，节目类型从国漫、二次元到游戏、摇滚、流行，覆盖了大部分流行元素，很多人说 B 站终于努力“出圈”了，而我们认为 B 站之所以成功出圈，其必要条件是对原创内容的坚守。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 2：B 站 2019-2020 跨年晚会节目单

表演者	节目	内容类型
O-DOG舞团	《欢迎回到艾泽拉斯》	游戏
GAI周延	《哪吒》、《华夏》	国漫
新裤子乐队	《生活因你而火热》、《我们的时代》	摇滚
冯提莫	《空心》、《佛系少女》	流行
陈乐一等	《Jump up high!》	二次元
张光北、军星爱乐合唱团	《中国军魂》等	流行
Chrissy Costanza	《涅槃》2019英雄联盟全球总决赛主题曲	电竞
胡彦斌	《有梦好甜蜜》、《我的舞台》	国漫
方颂评等9位UP主	《新九九八十一》、《爱殇》、《蒹葭/白露》、《天地有道》	国漫
周笔畅	《去流浪》、《女流》	流行
Luka Sulic	《权力的游戏》主题曲、《四季-夏》	流行
南征北战NZBZ	《不愿回头》镇魂街主题曲、《骄傲的少年》那年那兔那些事儿主题曲	国漫
旧北乐队	《如去年一样伤悲》人生一串主题曲	流行
张蔷	《Let's Disco》	disco
理查德·克莱德曼	《海德薇变奏曲》哈利波特电影主题曲	钢琴曲
洛天依、方锦龙	《茉莉花》	二次元
方锦龙、赵兆等	《韵·界》	古风
戴荃	《大沈歌》、《青山白云》	二次元
周深	《永远同在》千与千寻动画电影主题曲	动画
邓紫棋	《光年之外》、《句号》	流行
吴亦凡	《贰叁》、《大碗宽面》	流行
五月天	《派对动物》、《离开地球表面》、《倔强》、《干杯》	流行

数据来源：公司官网，老虎证券

众所周知，B 站自始至终是二次元等小众文化所主导的内容平台，从 UP 主、内容营销到受众用户，一个最大的特点就是“自产自销”。

1．完善的 UP 主生产机制

具体来看，B 站拥有一套独特的 UP 主生产与激励机制，如 UP 主分层、线上和线下活动，同时引导 UP 进行商业变现。

- UP 主在达到一万粉丝以后可以申请加入悬赏计划，其核心模式为开放 UP 主视频下侧广告权限，UP 主可以自主选择展示何种广告内容，平台与 UP 主按照一定比例分成广告收入。
- UP 主在粉丝达到 1K 或播放量、阅读量大于 10w 后可以申请加入创作激励计划，该计划按照 UP 主的视频播放量核算补贴，不同品类的内容 cpm 基数不同。

截至目前，超过 10 万播放量的 UP 主人数已达 45545 人，在内容生产方面，Q3 月均活跃内容创造者数量达 110 万，同比增长 93%；月均上传视频达 310 万，同比增长 83%。从近

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

几个季度看，用户规模、用户活跃度和用户粘性等核心增长变量依然处于快速上升趋势，依靠原创内容驱动用户增长的核心战略收效明显，

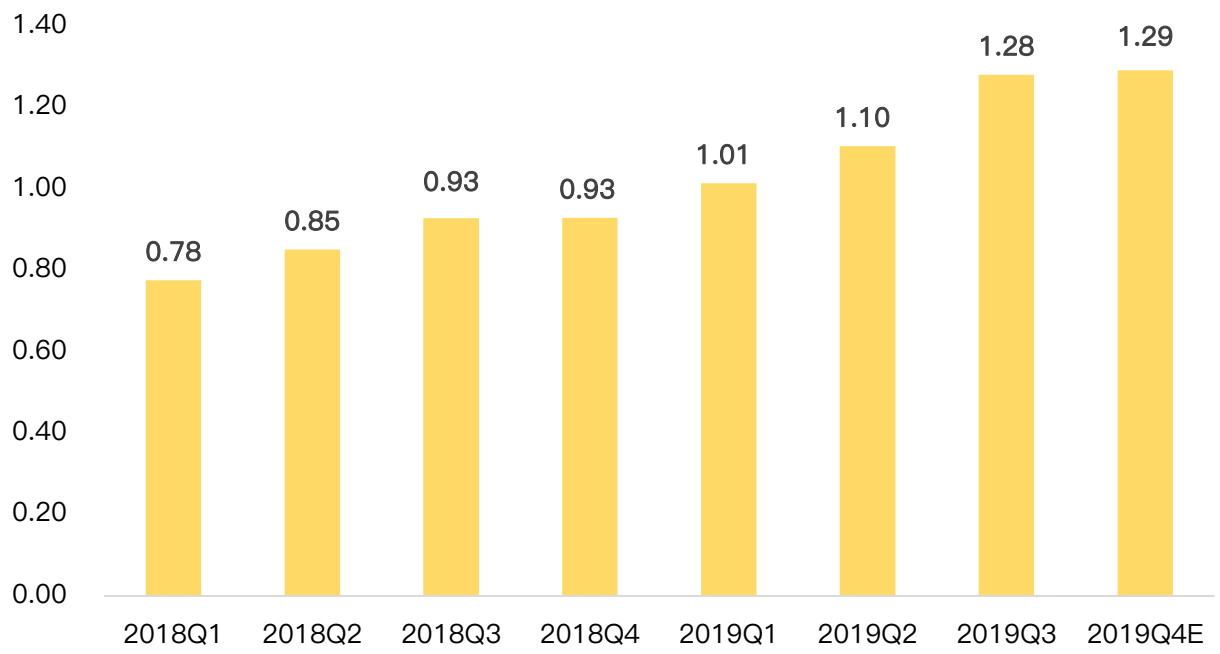
而这次破圈是有坚实的原创内容战略所支撑的。

2．高粘性的用户群体

我们预计四季度 MAU 增速有望维持在两位数的增长区间，用户基数充分支撑业务发展。

此前管理层将 2019 年全年 MAU 目标由之前的 1.1-1.2 亿提升至 1.2-1.3 亿，而三季度财报 MAU 就已达 1.28 亿，提前实现全年目标，公司 2021 年的目标为获取超过 2.2 亿的 MAU。

图 3：B 站季度 MAU（亿）



数据来源：公司财报，老虎证券整理

平台在并未进行大量签约与补贴的前提下收获了出色的视频投稿、社区互动量及 DAU 等数据的增长，据内部评估，目前的生态建设足以承担多一倍的用户量。流量快速增长的同时，社区长期留存率以及付费转化率仍有提升。

数据显示，10 月和 11 月主要反映用户活跃度的视频播放量和分享量指标同比分别增长

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

12.9%、54.2%，用户规模良性扩大。

除了跨年晚会被更多人接受以外，2019 年 8 月，B 站主办的线下漫展活动“BiliBili World”首次空降广州，三天展会共吸引 6 万人次参观，相关周边产品大受欢迎。

图 4：BiliBili World 线下漫展活动

数据来源：公开市场整理

二、直播、电商等非游戏业务的崛起

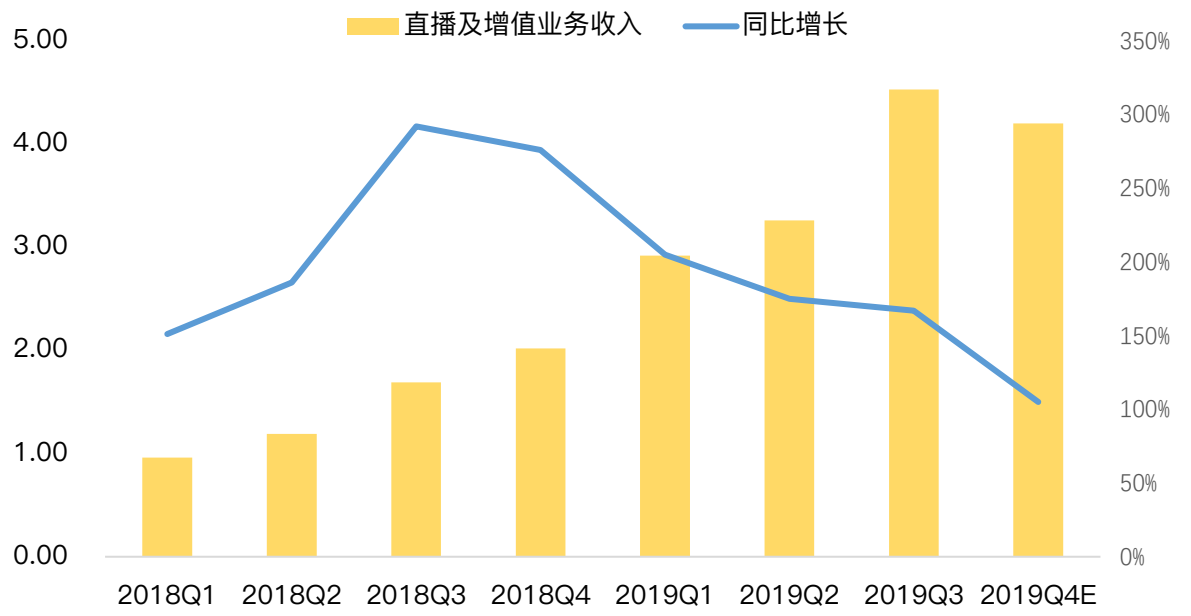
B 站一直以来都在致力于优化业务结构，降低游戏收入占比，在三季度，游戏收入和非游戏收入终于实现持平，这得益于非游戏业务一直以来的高速增长。

预计哔哩哔哩 2019Q4 直播和增值服务收入同比增长超 100%，环比增速有所下滑（Q3 为 160%）。数据显示，10 月、11 月用于衡量直播收入的金币量较去年同期增长 107.3%，表明四季度直播业务延续了上季度的高增长态势，在游戏业务平稳增长之际，B 站正式驶入换挡加速期。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 5：B 站直播和增值服务收入（亿元）



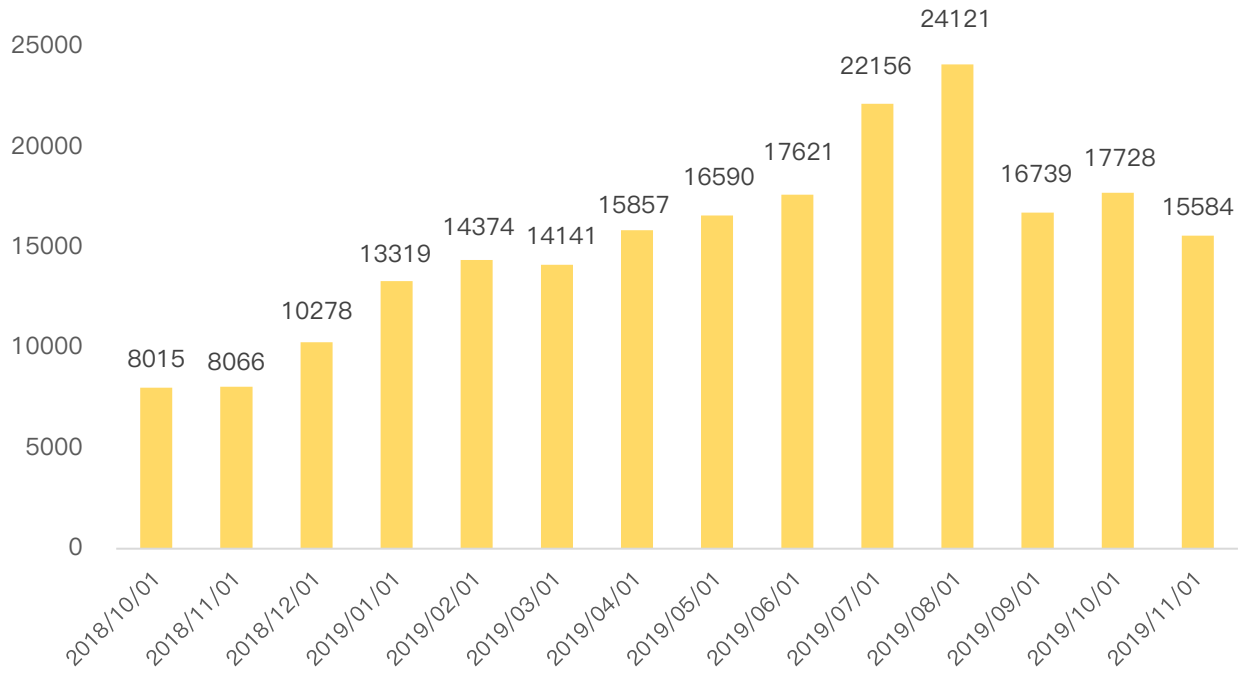
数据来源：公司财报，老虎证券整理

此外，12 月份“直播一姐”冯提莫入驻 B 站、8 亿拍得 LOL 总决赛独家直播权，也会显著提升四季度和 2020 财年 MAU 指引。因此，我们对四季度 MAU 和用户增长保持乐观，公司将继续发挥在 UGC、电竞、直播等方面的优势，提升付费意愿，推动直播业务和广告等非游戏业务收入。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 6：B 站月度金币量（百万）



数据来源：FactX，老虎证券整理

在电商带货层面，B 站上线电商小程序功能，同时通过邀约广告接入了淘宝、天猫、京东等第三方平台，打通商业化链路，加速内容变现。

B 站得益于其强社交属性这个核心优势，可以实现较高的转化率。UP 主借助其网络号召力和影响力，将在社交平台中积累的粉丝转化为产品消费者，将粉丝对自身的信任转化为对产品或品牌的认同，实现消费转化。

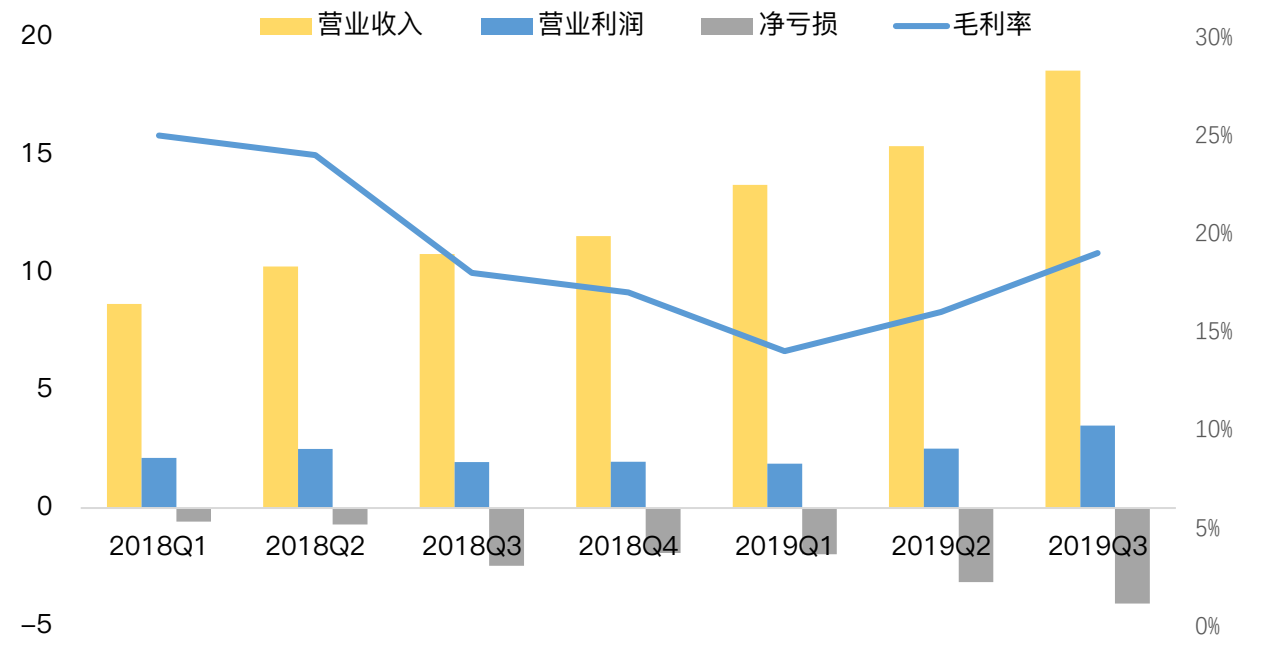
三、财务面显著改观

三季度，B 站营收 18.59 亿元，同比增长 72%，比此前预期的高出 5%。净亏损约 4.06 亿元，较去年同期的 2.46 亿元亏损同比扩大 65%。我们预计 Q4 公司营收达到 19.7 亿元，同比增长 70.7%；调整后净亏损扩大至 3.94 亿元。哔哩哔哩四季度业绩表现整体较为积极，主要基于稳定的游戏业务以及通过 UGC 驱动的用户增长。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 7：B 站季度营收、营业利润、净亏损(亿元)



数据来源：公司财报，老虎证券整理

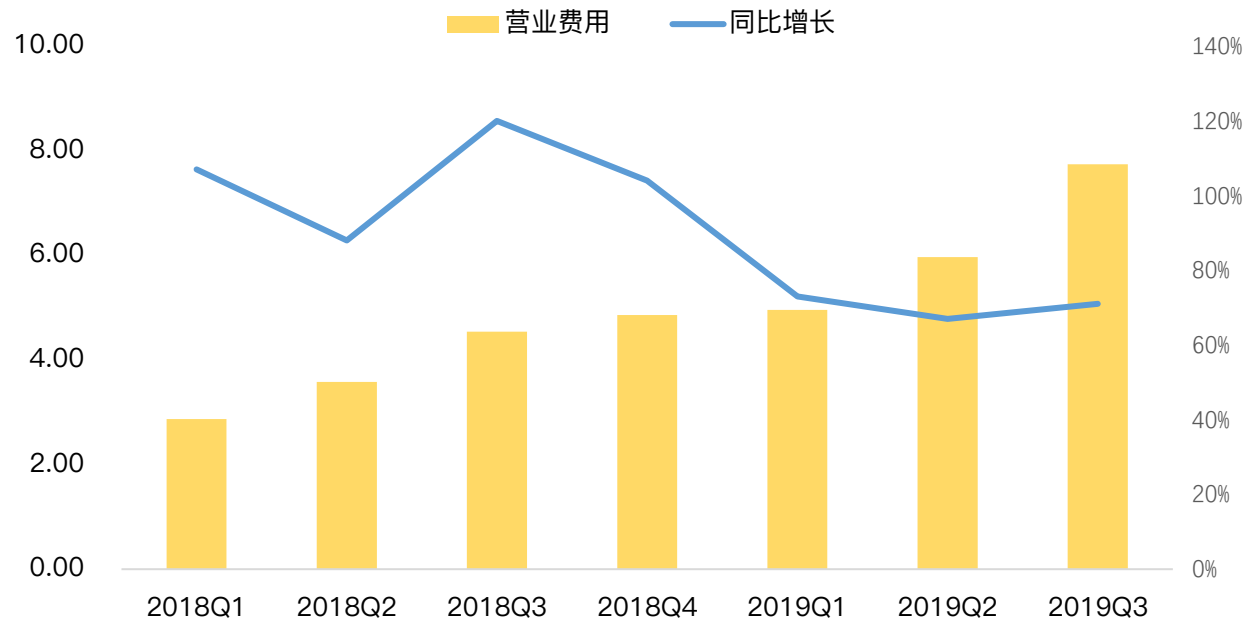
营收增长的同时，支出也在扩大，但 B 站还是要投资内容，在未来，B 站会继续将不断增长的流量转换为付费用户，以提高毛利率和稳定的增长。

但是过去几个季度，和 B 站的营收一起高速增长的还有他们的营业费用，而且单纯从速度上看，营业费用的同比增速一直比当期的营收增速要快不少，这似乎也是导致 B 站一直难以盈利的原因之一。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 8：B 站季度营业支出（亿元）



数据来源：公司财报，老虎证券整理

风险提示

- 用户增速放缓与核心用户流失风险
- 游戏版号获取风险
- 付费用户渗透率下滑风险
- 稳定优质内容生产风险
- 互联网行业估值调整风险

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

重要声明

免责声明

老虎市场分析报告由老虎证券内部制作。报告中的信息均来源于我们认为可靠的公开渠道，老虎证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

我们力求报告中分析的客观性，报告中的信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、投资周期、财务状况及特定需求，在任何时候不构成对任何人的个人推荐。对依据使用本报告造成的一切后果，老虎证券及关联人员均不承担任何法律责任。

报告中各模块的信息、策略、意见等仅为报告出具日的判断，所载内容均供投资者参考，不构成所述资产标的买卖的出价或询价。投资者应当对本报告内容以及潜在的投资风险、个人投资决策进行独立的评估，并应同时考量各自的投资目的、投资周期、财务状况及特定需求。

除另行说明外，本报告所述业绩、数据基于历史表现，过去的表现不应作为未来表现的预示，我们不承诺不保证任何预期的市场策略、财务预测会得以实现，分析中对应的预期可能基于对相应变量或情景的假设，任何假设的变化可能显著影响预期的回报。

其他声明

如果您对老虎市场分析报告有任何方面的建议或意见，我们欢迎您联系老虎研报官方邮箱：newsletter@itiger.com。

liaohan.net nblax520.com